

THE IMPACT OF FINANCIAL PERFORMANCE AND CAPITAL STRUCTURE RATIOS ON STOCK RETURNS: EVIDENCE FROM THE INDONESIAN STOCK MARKET

Gun Gun Budiarsyah

Department of Accounting, Business Faculty, Universitas Universal

gungun.budiarsyah@uvers.ac.id

ABSTRACT

This study examines the impact of profitability, liquidity, and leverage ratios on stock returns of non-financial firms listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2011 to 2023. Grounded in agency theory, the research investigates how financial performance indicators—Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Current Asset ratio (CUR), and Leverage (LEV)—serve as signals that influence investor perceptions and stock price movements. A quantitative causal research design was applied using panel data regression with growth opportunities and dividend payout ratio as control variables. The empirical results reveal that ROA, ROE, and CUR have a positive and significant effect on stock returns, indicating that firms with higher profitability and adequate liquidity are more likely to generate superior market performance. Conversely, leverage exhibits a positive but statistically insignificant relationship, suggesting that debt levels are less relevant in driving stock returns within the Indonesian market context. Control variables also demonstrate positive associations, emphasizing their supportive role in shaping investor expectations. These findings highlight the importance for managers to optimize profitability and liquidity management to enhance shareholder value, while maintaining prudent debt levels to mitigate financial risks.

Keywords: *Stock Return, ROA, ROE, Current Asset, Leverage*

PENDAHULUAN

Stock return merupakan salah satu indikator utama yang mencerminkan kinerja pasar dan menjadi fokus utama dalam pengambilan keputusan investasi oleh pemegang saham (Sari *et al.*, 2022). *Stock return* tersebut tidak hanya berperan sebagai cerminan keuntungan aktual yang diterima investor melalui *divident* maupun *capital gain*, tetapi juga sebagai sinyal mengenai ekspektasi pasar terhadap prospek perusahaan (Nguyen *et al.*, 2019). Dalam konteks pasar negara berkembang seperti Indonesia, sensitivitas *stock return* terhadap informasi fundamental cenderung tinggi, hal ini diakibatkan karakteristik pasar yang masih dipenuhi asimetri informasi, likuiditas yang terbatas, serta keterbatasan mekanisme tata kelola korporasi yang efektif (Suhadak *et al.*, 2019). Fluktuasi harga saham di Bursa Efek Indonesia, sebagaimana terlihat dalam indeks-indeks unggulan seperti LQ45 dan SRI-KEHATI, sering kali mencerminkan reaksi investor terhadap publikasi laporan keuangan, kebijakan dividen, dan perubahan struktur modal perusahaan (Hasanudin, 2025; Margie & Habibah, 2025; Suhadak *et al.*, 2019). Oleh sebab itu,

dalam memahami determinan fundamental yang mempengaruhi *stock return* menjadi sangat penting, tidak hanya bagi akademisi dalam memperkaya literatur keuangan tetapi juga bagi praktisi pasar modal yang membutuhkan informasi untuk pengambilan keputusan investasi yang lebih rasional (Zahera & Bansal, 2018).

Penelitian mengenai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi *stock return* telah berkembang sejak era *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* yang menekankan beta pasar sebagai prediktor utama variasi *return* (Sharpe, 1964). Namun, perkembangan literatur selanjutnya, seperti yang dipelopori oleh (Fama & French, 1992; Sharpe, 1964), menunjukkan bahwa variabel fundamental perusahaan—ukuran, nilai buku terhadap harga pasar, dan profitabilitas—memiliki kekuatan prediktif yang lebih kuat dibandingkan risiko pasar semata. Studi Arshad (2021) memperluas temuan tersebut dengan mengonfirmasi bahwa *ratio return on equity (ROE)* dan *earning-to-price* berpengaruh signifikan terhadap variasi *stock return* di Bursa Shenzhen. Temuan serupa diperoleh Margie & Habibah, (2025) pada perusahaan LQ45 di Indonesia, yang menemukan bahwa *return on assets (ROA)* berkontribusi positif terhadap *stock return* dan mendukung teori sinyal yang menyatakan bahwa profitabilitas tinggi merupakan indikator prospek positif perusahaan. Perkembangan ini memperlihatkan pergeseran fokus kajian dari model risiko tunggal menuju analisis fundamental yang lebih komprehensif.

Raelin & Bondy, (2013) menegaskan bahwa kerangka teori keagenan (*Agency Theory*), menghubungkan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer atau direktur sebagai agen berpotensi, yang dapat menimbulkan konflik kepentingan. Pemegang saham menginginkan maksimisasi kekayaan jangka panjang, sedangkan manajer kerap mengejar tujuan pribadi seperti peningkatan kompensasi, reputasi, atau kenyamanan kerja (Moardi *et al.*, 2020). Konflik ini melahirkan biaya keagenan yang dapat mengurangi nilai perusahaan serta berdampak pada *stock return* yang diterima investor (Margie & Habibah, 2025). Salah satu mekanisme untuk mengurangi konflik tersebut adalah melalui pengungkapan rasio keuangan dalam laporan tahunan yang dapat berfungsi sebagai sinyal bagi pemegang saham (Rostami *et al.*, 2016). Rasio keuangan ini memungkinkan investor menilai apakah kebijakan manajerial selaras dengan kepentingan mereka atau justru mengindikasikan perilaku oportunistik (Hasanudin, 2025). Misalnya, profitabilitas yang tinggi memberi indikasi efisiensi penggunaan aset dan modal, sedangkan leverage yang berlebihan dapat menandakan risiko kebangkrutan yang lebih tinggi sekaligus tekanan pembayaran bunga yang membatasi fleksibilitas investasi (Tarsono *et al.*, 2025).

Profitabilitas, yang diukur melalui ROA dan ROE, memiliki implikasi strategis terhadap hubungan manajer dan pemegang saham (Arshad, 2021). ROA mencerminkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih dari total aset, sehingga menjadi indikator efisiensi penggunaan sumber daya (Margie & Habibah, 2025). ROE, di sisi lain, menunjukkan pengembalian yang diperoleh pemegang saham dari modal yang mereka investasikan, sehingga menjadi ukuran keberhasilan manajer dalam memenuhi ekspektasi investor (Arshad, 2021). Penelitian-penelitian tersebut konsisten dengan temuan Rostami *et al.*, (2016) yang menegaskan bahwa profitabilitas tinggi berkorelasi positif dengan *stock return* karena memberikan keyakinan pada investor mengenai keberlanjutan kinerja perusahaan. Dalam konteks keagenan, ROA dan ROE yang tinggi dapat mengurangi konflik karena menunjukkan bahwa manajer berhasil menciptakan nilai bagi pemegang saham (Arshad, 2021; Margie & Habibah, 2025; Rostami *et al.*, 2016).

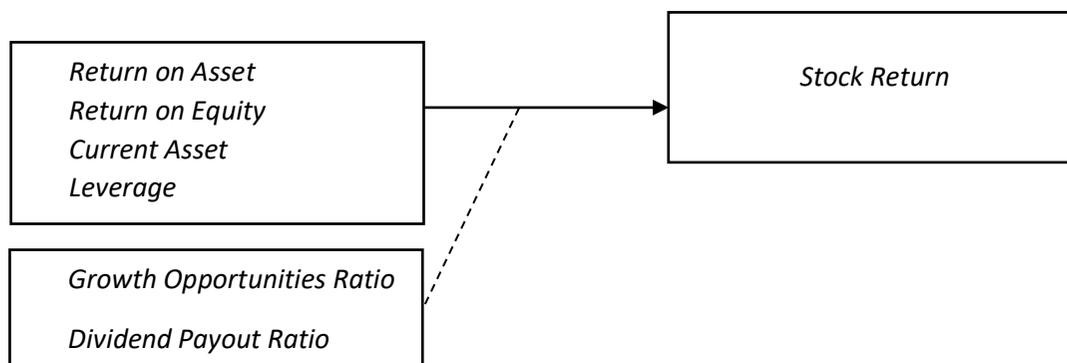
Likuiditas, yang direpresentasikan oleh besaran *current asset*, juga berperan penting dalam dinamika keagenan (Suhadak *et al.*, 2019). Aset lancar yang memadai meningkatkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek, sehingga menurunkan risiko gagal bayar dan meningkatkan kepercayaan investor (Hasanudin, 2025; Suhadak *et al.*, 2019; Zulfahmi & Subing, 2025). Namun, likuiditas yang terlalu tinggi dapat mengindikasikan adanya *idle cash* yang berpotensi digunakan manajer untuk investasi suboptimal atau pemborosan sumber daya, sehingga menimbulkan konflik baru antara manajer dan pemegang saham (Hasanudin, 2025; Zulfahmi & Subing, 2025). Penelitian tersebut fokus pada sektor telekomunikasi Indonesia menemukan bahwa *current ratio* berpengaruh positif terhadap *stock return*, tetapi efeknya dimoderasi oleh kapitalisasi pasar—di mana perusahaan berkapitalisasi besar cenderung lebih stabil menghadapi fluktuasi likuiditas dibandingkan perusahaan kecil.

Leverage, yang umumnya diukur melalui *debt-to-equity ratio*, mencerminkan struktur pendanaan perusahaan (Arshad, 2021). Dalam teori keagenan, utang dapat berfungsi sebagai mekanisme disiplin eksternal yang memaksa manajer lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi karena adanya kewajiban pembayaran bunga dan pokok utang (Tarsono *et al.*, 2025). Namun, *leverage* yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan dan mengurangi fleksibilitas keuangan, yang pada akhirnya berdampak negatif terhadap *stock return* (Hasanudin, 2025). Studi Tarsono *et al.*, (2025) pada sektor perbankan Indonesia bahkan menemukan hubungan negatif signifikan antara *leverage* dan *stock return*, menunjukkan bahwa pasar modal merespons sensitif terhadap peningkatan risiko solvabilitas. Sebaliknya, penelitian Moardi *et al.*, (2020) pada Bursa Teheran memperlihatkan bahwa kompensasi eksekutif dan manajemen laba yang dipengaruhi struktur modal juga dapat memengaruhi *stock return*, memperkuat argumen bahwa *leverage* tidak hanya berdampak finansial tetapi juga perilaku manajerial.

Meskipun sejumlah penelitian sebelumnya telah mengkaji pengaruh faktor fundamental terhadap *stock return*, sebagian besar studi tersebut memiliki keterbatasan yang menyisakan celah penelitian yang relevan untuk dieksplorasi lebih lanjut. Penelitian Arshad, (2021) dan Rostami *et al.*, (2016) misalnya, hanya menyoroti sebagian indikator profitabilitas seperti *earning-to-price ratio* atau ROE tanpa mempertimbangkan likuiditas dan *leverage* secara simultan. Studi Nguyen *et al.*, (2019) dan Moardi *et al.*, (2020) berfokus pada konteks Asia Tenggara dan pasar modal Iran sehingga generalisasi temuan mereka ke pasar Indonesia masih terbatas. Penelitian di Indonesia sendiri, seperti Suhadak *et al.*, (2019), Tarsono *et al.*, (2025) dan Zulfahmi & Subing, (2025), cenderung menitikberatkan pada sektor tertentu seperti perbankan atau telekomunikasi dengan periode observasi yang relatif singkat, sehingga belum menggambarkan dinamika lintas industri dalam jangka panjang. Selain itu, sebagian besar penelitian terdahulu menggunakan pendekatan statistik konvensional seperti regresi linier sederhana tanpa mempertimbangkan dinamika data panel dan pengendalian heterogenitas perusahaan, serta jarang mengintegrasikan teori keagenan sebagai kerangka untuk menjelaskan hubungan antara keputusan manajerial, sinyal keuangan, dan reaksi pasar modal.

Keterbatasan tersebut membuka peluang bagi peneliti untuk memberikan kontribusi baru dengan menguji pengaruh empat rasio keuangan utama—ROA, ROE, *current asset*, dan *leverage*—secara simultan terhadap return saham pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011–2023. Berbeda dengan studi sebelumnya yang hanya fokus pada satu atau dua rasio keuangan atau terbatas pada sektor tertentu, penelitian ini

menggabungkan indikator profitabilitas, likuiditas, dan struktur modal dalam satu model komprehensif berbasis *agency theory*.



Sumber: Data Penelitain, 2025

Gambar 1. Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan desain kausalitas untuk menganalisis pengaruh faktor fundamental perusahaan terhadap *stock return*. Sampel penelitian mencakup seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2011 hingga 2023. Berdasarkan hasil penyaringan data sesuai kriteria sampel, diperoleh 6.331 observasi tahunan dalam bentuk data panel yang mencakup 13 tahun penelitian. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode purposive sampling, yaitu memilih perusahaan yang memenuhi kriteria tertentu:

1. Memiliki laporan keuangan tahunan lengkap selama periode observasi,
2. data harga saham tersedia secara konsisten untuk perhitungan *return* tahunan, dan
3. informasi rasio keuangan (ROA, ROE, *current asset*, dan *leverage*) dapat dihitung secara andal

Sejalan dengan penelitian sebelumnya mengenai faktor-faktor fundamental perusahaan yang memengaruhi *stock return* (STR), penelitian ini menggunakan empat variabel utama, yaitu *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE), *current asset* (CUR), dan *leverage* (LEV). Keempat variabel ini dipilih karena secara teoritis dan empiris telah terbukti relevan dalam menjelaskan variasi kinerja pasar saham, khususnya di negara berkembang dengan karakteristik tata kelola perusahaan yang beragam (Arshad, 2021; Margie & Habibah, 2025; Tarsono *et al.*, 2025; Zulfahmi & Subing, 2025). Dengan menggunakan pendekatan *Agency Theory*, rasio-rasio keuangan ini tidak hanya berfungsi sebagai ukuran kinerja internal perusahaan, tetapi juga sebagai sinyal yang memengaruhi persepsi dan ekspektasi investor terhadap nilai perusahaan.

Pertama, ROA digunakan untuk mengukur efisiensi perusahaan dalam memanfaatkan total aset yang dimiliki guna menghasilkan laba bersih. ROA yang tinggi sering dianggap sebagai sinyal positif bagi investor karena menunjukkan kemampuan manajer dalam mengoptimalkan sumber daya perusahaan. Penelitian Margie & Habibah, (2025) menunjukkan bahwa perusahaan dengan ROA tinggi cenderung memiliki return saham lebih stabil dan menarik, mengindikasikan keselarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham dalam konteks teori keagenan.

Namun, dalam kondisi volatilitas pasar yang tinggi, ROA juga dapat menjadi sinyal overvaluation jika kenaikan laba tidak didukung oleh kualitas aset yang memadai (Ugur *et al.*, 2022).

Selanjutnya, ROE menjadi indikator penting untuk mengukur tingkat pengembalian ekuitas yang diinvestasikan pemegang saham. ROE memberikan gambaran langsung mengenai seberapa besar laba yang dihasilkan setiap satuan modal yang ditanamkan pemegang saham. Studi Arshad, (2021) dan Rostami *et al.*, (2016) menegaskan bahwa ROE memiliki hubungan positif dengan return saham, karena investor cenderung menghargai perusahaan yang mampu memberikan pengembalian tinggi atas modal mereka. Namun, ROE yang terlalu tinggi tanpa dukungan likuiditas dan efisiensi operasi dapat menimbulkan risiko manajerial, seperti pengambilan keputusan agresif yang meningkatkan konflik keagenan.

Current asset digunakan sebagai proksi likuiditas perusahaan, dimana dapat menurunkan risiko gagal bayar dan meningkatkan fleksibilitas perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek, sehingga dipandang positif oleh pasar. Penelitian Zulfahmi & Subing, (2025) pada sektor telekomunikasi Indonesia menunjukkan bahwa *current ratio* berpengaruh positif terhadap *stock return*, tetapi pengaruhnya dapat berkurang pada perusahaan berkapitalisasi besar yang cenderung memiliki sumber pendanaan lebih stabil. Di sisi lain, likuiditas yang terlalu tinggi dapat menimbulkan masalah *free cash flow*, di mana manajer memiliki ruang untuk menggunakan dana berlebih secara tidak efisien, sehingga berpotensi merugikan pemegang saham.

Terakhir, *leverage* yang diukur melalui *debt-to-equity ratio* digunakan untuk menilai struktur pendanaan perusahaan. Dalam kerangka *Agency Theory*, utang dapat berfungsi sebagai mekanisme disiplin eksternal yang membatasi perilaku oportunistik manajer, karena kewajiban pembayaran bunga dan pokok memaksa manajer lebih berhati-hati dalam mengelola sumber daya perusahaan (Tarsono *et al.*, 2025). Namun, leverage yang terlalu tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan dan menurunkan return saham akibat beban tetap yang berat. Temuan Tarsono *et al.*, (2025) memperlihatkan hubungan negatif signifikan leverage terhadap *stock return* di sektor perbankan Indonesia, mengindikasikan bahwa pasar sensitif terhadap risiko solvabilitas yang berlebihan.

Dengan mempertimbangkan keempat variabel ini, penelitian ini menguji hubungan simultan dan parsial masing-masing rasio keuangan terhadap *stock return* perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI periode 2011–2023. Pendekatan ini diharapkan menghasilkan estimasi yang robust dalam menjelaskan variasi return saham sekaligus memberikan pemahaman lebih dalam mengenai bagaimana mekanisme keagenan memengaruhi keputusan investasi di pasar modal Indonesia.

Model penelitian ini dapat dinyatakan dalam persamaan berikut:

$$SRT_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 CAST_{it} + \beta_4 LEVE_{it} + \beta_5 GROW_{it} + \beta_6 DVP_{it} + \varepsilon_{it}.$$

Tabel 2.

Variabel Deskripsi

<i>Name</i>	<i>Code</i>	<i>Formula</i>	<i>Reff</i>
<i>Variabel Dependen</i>			
<i>Stock Return</i>	STR	$STR = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$ $P_t = \text{Harga saham pada akhir periode}$ $P_{t-1} = \text{Harga saham pada awal periode}$	Arshad, (2021); Margie & Habibah, (2025)
<i>Variabel Independen</i>			
<i>Return on Assets</i>	ROA	$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}_{t-1}}$ $\text{Net Income} = \text{Laba bersih perusahaan}$ $\text{Total Asset}_{t-1} = \text{Total aset perusahaan pada periode sebelumnya}$	Margie & Habibah, (2025); Taufik & Sugianto, (2021)
<i>Return on Equity</i>	ROE	$ROE = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Equity}_{t-1}}$ $\text{EBIT} = \text{Laba sebelum bunga dan pajak perusahaan}$ $\text{Total Equity}_{t-1} = \text{Total ekuitas perusahaan pada periode sebelumnya}$	Arshad, (2021); Rostami et al., (2016)
<i>Current Asset</i>	CUR	$CUR = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Total Asset}_{t-1}}$ $\text{Current Assets} = \text{Aset lancar perusahaan}$ $\text{Total Asset}_{t-1} = \text{Total aset perusahaan pada periode sebelumnya}$	Zulfahmi & Subing, (2025)
<i>Leverage</i>	LEV	$LEV = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}_{t-1}}$ $\text{Total Debt} = \text{Total hutang perusahaan}$ $\text{Total Asset}_{t-1} = \text{Total aset perusahaan pada periode sebelumnya}$	Hasanudin, (2025); Tarsono et al., (2025)
<i>Variabel Kontrol</i>			
<i>Growth Opportunities Ratio</i>	GRO	$GRO = \frac{(\text{Price} \times \text{Outstanding Shares})}{\text{Total Equity}}$ $\text{Price} = \text{Harga saham perusahaan}$ $\text{Outstanding Shares} = \text{Jumlah saham beredar perusahaan}$ $\text{Total Equity} = \text{Total ekuitas perusahaan}$	Mardianto & Budiarsyah (2021)
<i>Dividend Payout Ratio</i>	DPR	$DPR = \frac{\text{Cash Divident}}{\text{Net Income}_{t-1}}$ $\text{Cash Divident} = \text{dividen kas perusahaan}$ $\text{Net Income}_{t-1} = \text{Laba bersih perusahaan pada periode sebelumnya}$	Mardianto & Budiarsyah (2021)

Sumber: Data Penelitain, 2025

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 3 menyajikan statistik deskriptif seluruh variabel penelitian, yang terdiri dari variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol. Panel A menampilkan hasil untuk variabel dependen, yaitu *stock return*. Rata-rata STR tercatat sebesar 0,1084, yang menunjukkan bahwa secara umum perusahaan dalam sampel menghasilkan pengembalian positif, meskipun relatif rendah. Nilai minimum STR sebesar $-0,8350$ mengindikasikan adanya perusahaan yang mengalami kerugian signifikan, sedangkan nilai maksimum 3,9437 menunjukkan keberadaan outlier dengan pengembalian saham yang sangat tinggi. Median STR ($p50$) sebesar $-0,0143$ mengisyaratkan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki return mendekati nol, dengan sebaran interkuartil yang cukup luas ($p25 = -0,2308$; $p75 = 0,2250$). Hal ini mengilustrasikan adanya variasi performa saham antarperusahaan yang cukup tajam.

Panel B menjelaskan statistik deskriptif variabel independen, yang meliputi ROA, ROE, CUR, dan LEV. Rata-rata ROA adalah 3,47 persen dengan rentang nilai antara $-42,88$ persen hingga 47,06 persen, mencerminkan perbedaan besar dalam profitabilitas aset antarperusahaan. ROE memiliki rata-rata 10,23 persen, namun menunjukkan rentang nilai yang ekstrem, dari $-162,49$ persen hingga 189,79 persen. Kondisi ini mengindikasikan adanya perusahaan dengan posisi ekuitas negatif maupun profitabilitas ekuitas yang sangat tinggi. Rasio likuiditas rata-rata sebesar 0,5155 menunjukkan bahwa secara umum perusahaan memiliki aset lancar yang hanya sekitar setengah dari kewajiban lancarnya. Sementara itu, *leverage* memiliki rata-rata 0,2996 dengan nilai maksimum 2,2516, menunjukkan bahwa sebagian perusahaan memiliki tingkat ketergantungan terhadap utang yang cukup tinggi.

Tabel 3.
Hasil Statistik Deskriptif

Panel A: Variabel Dependent								
Variable	N	Mean	Min	Max	Std Dev	p25	p50	p75
STR	5853	0.1084	-0.8350	3.9437	0.6869	-0.2308	-0.0143	0.2250
Panel B: Variabel Independent								
ROA	6331	0.0347	-0.4288	0.4706	0.1174	-0.0074	0.0284	0.0796
ROE	6331	0.1023	-1.6249	1.8979	0.3814	-0.0015	0.0831	0.2092
CUR	6331	0.5155	0.0272	2.0874	0.3500	0.2562	0.4657	0.7001
LEV	6331	0.2996	0.0000	2.2516	0.3217	0.0708	0.2433	0.4257
Panel C: Variabel Control								
GROW	6331	2.3737	-2.3630	30.6232	4.2361	0.5996	1.1683	2.5299
DPR	6331	0.1797	-0.0106	2.0747	0.3446	0.0000	0.0000	0.2523

Sumber: Data Penelitian, 2025.

Panel C memaparkan statistik deskriptif untuk variabel kontrol, yaitu GROW dan DPR. GROW menunjukkan rata-rata 2,3737, dengan variasi yang signifikan dari $-2,3630$ hingga 30,6232. Angka ini menggambarkan adanya disparitas yang cukup besar dalam ekspektasi pertumbuhan pasar antarperusahaan. Rasio pembayaran dividen memiliki rata-rata sebesar 17,97 persen, namun nilai median sebesar 0,0000 menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan dalam sampel tidak membagikan dividen selama periode pengamatan. Temuan ini sejalan dengan karakteristik pasar negara berkembang, di mana kebijakan dividen umumnya bersifat konservatif

dan lebih menekankan pada penguatan modal internal daripada distribusi laba kepada pemegang saham.

Tabel 4 menyajikan hasil regresi data panel yang menguji pengaruh ROA, ROE, CUR dan LEV terhadap STR, dengan memasukkan variabel kontrol Growth Opportunities dan Dividend Payout Ratio. Hasil estimasi menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat 1 persen, dengan koefisien 1,211. Temuan ini menegaskan bahwa semakin tinggi efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset, semakin besar kepercayaan pasar terhadap prospek perusahaan, sehingga meningkatkan harga saham. Hasil ini sejalan dengan penelitian Margie & Habibah (2025) yang menemukan hubungan positif profitabilitas berbasis aset terhadap return saham di perusahaan LQ45 Indonesia, dan mendukung pandangan teori sinyal bahwa kinerja aset yang baik memberi sinyal positif bagi investor (García & Herrero, 2021).

Tabel 4.
Regresi Linier

VARIABLES	STR
ROA	1.211***
	(7.314)
ROE	0.103**
	(2.268)
CUR	0.269***
	(3.101)
LEV	0.061
	(0.883)
GROW	0.051***
	(6.934)
DPR	0.081*
	(1.916)
Constant	-0.218***
	(-4.625)
Observations	5,802
R-squared	0.254
Adj R2	0.154

Robust t-statistics in parentheses

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Sumber: Data Penelitian, 2025

ROE juga menunjukkan pengaruh positif signifikan pada tingkat 5 persen dengan koefisien 0,103. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas berbasis ekuitas merupakan determinan penting pembentukan return saham. Studi Arshad, (2021) dan Rostami et al., (2016) pada pasar Tehran sebelumnya juga menemukan korelasi positif antara ROE dan return saham, menunjukkan bahwa pengembalian ekuitas yang tinggi meningkatkan kepercayaan pemegang saham dan menurunkan konflik keagenan. *Current Asset* berpengaruh positif signifikan pada tingkat 1 persen dengan koefisien 0,269. Temuan ini mendukung teori *trade-off* dan bukti empiris dari Zulfahmi & Subing, (2025) yang menemukan bahwa perusahaan dengan likuiditas tinggi di sektor telekomunikasi

Indonesia lebih diapresiasi pasar karena kemampuannya memenuhi kewajiban jangka pendek. Likuiditas yang memadai juga berfungsi sebagai mekanisme mitigasi risiko keagenan karena membatasi kebutuhan pembiayaan eksternal yang dapat menimbulkan konflik (Hasanudin, 2025).

Berbeda dengan variabel lain, *Leverage* menunjukkan koefisien positif namun tidak signifikan. Hasil ini sejalan dengan temuan Tarsono et al., (2025) yang mengidentifikasi bahwa pengaruh leverage terhadap *stock return* pada sektor perbankan Indonesia sering kali tidak konsisten karena toleransi pasar terhadap struktur modal moderat dan keberadaan regulasi prudensial. Secara teoretis, utang dapat berperan sebagai mekanisme disiplin manajerial (Jensen, 1986), namun pada praktiknya investor di pasar Indonesia tampaknya lebih fokus pada profitabilitas dan likuiditas dibandingkan risiko utang. Variabel kontrol GROW memiliki pengaruh positif signifikan pada tingkat 1 persen (koefisien 0,051), yang mendukung teori *growth opportunities* bahwa perusahaan dengan prospek ekspansi masa depan lebih dihargai oleh pasar (Liu et al., 2024; Mardianto & Budiarsyah, 2021). DPR juga berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat 10 persen, menegaskan bahwa kebijakan dividen yang stabil dapat berfungsi sebagai sinyal kesehatan keuangan (Ashraf et al., 2025), meskipun pengaruhnya relatif lebih kecil dibandingkan profitabilitas.

Nilai R-squared sebesar 0,254 dan adjusted R-squared sebesar 0,154 menunjukkan bahwa model menjelaskan sekitar 15–25 persen variasi *stock return*. Angka ini sejalan dengan studi keuangan lintas perusahaan (Nguyen et al., 2019; Suhadak et al., 2019), di mana return saham umumnya dipengaruhi oleh faktor eksternal lain seperti kondisi makroekonomi, kebijakan moneter, serta sentimen pasar. Secara keseluruhan, hasil ini memberikan bukti empiris bahwa profitabilitas (ROA, ROE) dan likuiditas (CUR) merupakan faktor dominan yang mempengaruhi return saham perusahaan non-keuangan di Indonesia, sedangkan leverage tidak terbukti signifikan. Peluang pertumbuhan dan kebijakan dividen tetap berperan sebagai faktor pendukung yang memperkuat persepsi pasar. Temuan ini memperluas literatur mengenai determinan return saham di pasar berkembang dengan memasukkan perspektif Agency Theory untuk menjelaskan bagaimana rasio keuangan berfungsi sebagai sinyal yang mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan *leverage* terhadap *stock return* perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011–2023, dengan memasukkan *growth opportunities* dan *dividend payout ratio* sebagai variabel kontrol. Hasil empiris menunjukkan bahwa ROA, ROE, dan *Current Asset* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *stock return*. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang mampu memaksimalkan kinerja aset, ekuitas, dan likuiditasnya akan lebih diapresiasi oleh investor, sehingga berdampak pada kenaikan *stock return*. Sebaliknya, *leverage* menunjukkan pengaruh positif tetapi tidak signifikan, yang berarti tingkat utang perusahaan tidak menjadi determinan utama dalam pembentukan *stock return* di pasar modal Indonesia. Variabel kontrol *growth opportunities* dan *dividend payout ratio* turut mendukung model dengan pengaruh positif signifikan, menegaskan bahwa prospek pertumbuhan dan kebijakan dividen tetap menjadi sinyal penting bagi investor.

Implikasi dari penelitian ini menekankan bahwa manajemen perusahaan perlu fokus pada penguatan kinerja profitabilitas dan pengelolaan likuiditas sebagai strategi utama untuk

meningkatkan *stock return*. Selain itu, meskipun *leverage* tidak berpengaruh signifikan, perusahaan tetap harus menjaga proporsi utang yang sehat untuk menghindari risiko keuangan jangka panjang. Bagi investor, hasil penelitian ini dapat menjadi dasar dalam mengevaluasi fundamental perusahaan sebelum mengambil keputusan investasi, khususnya dengan menekankan analisis pada rasio ROA, ROE, dan likuiditas.

Namun demikian, penelitian ini memiliki keterbatasan pada ruang lingkup analisis yang hanya menggunakan faktor internal keuangan tanpa mempertimbangkan pengaruh faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi, fluktuasi pasar global, maupun aspek tata kelola perusahaan. Faktor tata kelola—misalnya perbedaan karakteristik direksi seperti latar belakang pendidikan, pengalaman internasional, maupun proporsi gender—berpotensi memengaruhi pengambilan keputusan keuangan dan kebijakan investasi, sehingga dapat memoderasi hubungan antara rasio keuangan dan *stock return*. Faktor-faktor eksternal ini, termasuk dinamika kebijakan moneter dan integrasi pasar global, berpotensi menghasilkan respons pasar yang berbeda dalam konteks tertentu. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya disarankan untuk mengintegrasikan faktor eksternal dan tata kelola sebagai variabel moderasi atau kontrol tambahan, serta menggunakan pendekatan komparatif lintas sektor dan lintas negara untuk memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai determinan *stock return* di pasar berkembang.

DAFTAR PUSTAKA

- Arshad, M. U. (2021). The relevance of earning-to-price and ROE predictability for explaining Shenzhen stock exchange (SZSE), returns in China: A dynamic panel data approach. *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 32(3), 94–109. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22503>
- Ashraf, S., Sarhan, A. A., Almeida, A. M. M. de, & Teles, S. (2025). Capital structure of hospitality and tourism-related firms: Unveiling the impact of COVID-19 pandemic on European firms with different size and ownership structure. *International Journal of Hospitality Management*, 126. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2024.104067>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
- Hasanudin, H. (2025). The Impact Of Financial Ratios On Stock Returns: A Study Of Companies In The Sri-kehati Index 2014-2022. *Kontigensi : Jurnal Ilmiah Manajemen*, 13(1), 112–124. <https://doi.org/10.56457/jimk.v13i1.767>
- Jensen, M. C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers* (Vol. 76, Issue 2). American Economic Association.
- Liu, C., Liang, S., & Sun, L. (2024). Unintended consequences of the introduction of specialized bankruptcy courts: evidence from zombie lending. *International Review of Financial Analysis*, 96. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103695>
- Mardianto, & Budiarsyah, G. G. (2021). Faktor Determinan Struktur Modal Bankyang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2015-2019. *Journal of Applied Accounting and Taxation*. <https://doi.org/https://doi.org/10.30871/jaat.v6i1.2842>

- Margie, L. A., & Habibah, H. (2025). Impact of Operating Cash Flow and ROA on Stock Returns in LQ 45 Companies in Period 2018-2023. *Golden Ratio of Finance Management*, 5(2), 435–444. <https://doi.org/10.52970/grfm.v5i2.1267>
- Moardi, M., Salehi, M., Poursasan, S., & Molavi, H. (2020). Relationship between earnings management, CEO compensation, and stock return on Tehran Stock Exchange. *International Journal of Organization Theory and Behavior*, 23(1), 1–22. <https://doi.org/10.1108/IJOTB-12-2018-0133>
- Nguyen, C. P., Schinckus, C., & Hong Nguyen, T. V. (2019). Google search and stock returns in emerging markets. *Borsa Istanbul Review*, 19(4), 288–296. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.07.001>
- Raelin, J. D., & Bondy, K. (2013). Putting the good back in good corporate governance: The presence and problems of double-layered agency theory. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 420–435. <https://doi.org/10.1111/corg.12038>
- Rostami, S., Rostami, Z., & Kohansal, S. (2016). The Effect of Corporate Governance Components on Return on Assets and Stock Return of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Procedia Economics and Finance*, 36, 137–146. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(16\)30025-9](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(16)30025-9)
- Sari, R., Kusnanto, K., & Aswindo, M. (2022). Determinants of Stock Investment Decision Making: A Study on Investors in Indonesia. *Golden Ratio of Finance Management*, 2(2), 120–131. <https://doi.org/10.52970/grfm.v2i2.174>
- Sharpe, W. F. (1964). CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Suhadak, Kurniaty, Handayani, S. R., & Rahayu, S. M. (2019). Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 18–34. <https://doi.org/10.1108/AJAR-07-2018-0021>
- Tarsono, O., Mustika, M., & Mesakh, A. I. (2025). Assessing Financial Health: Impact of Current Ratio, Debt Equity Ratio, Return Assets on Banking Sector Returns. *Journal of Accounting, Management, and Economics Research (JAMER)*, 3(2), 110–118. <https://doi.org/10.33476/jamer.v3i2.237>
- Taufik, M., & Sugianto, C. V. (2021). TIJAB (The International Journal of Applied Business) Do Accounting, Market, and Macroeconomic Factors Affect Financial Distress? Evidence in Indonesia. *The International Journal of Applied Business*, 5(2), 166–182. <https://doi.org/https://doi.org/10.20473/tijab.v5.I2.2021.31061>
- Ugur, M., Solomon, E., & Zeynalov, A. (2022). Leverage, competition and financial distress hazard: Implications for capital structure in the presence of agency costs. *Economic Modelling*, 108. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105740>

- Zahera, S. A., & Bansal, R. (2018). Do investors exhibit behavioral biases in investment decision making? A systematic review. In *Qualitative Research in Financial Markets* (Vol. 10, Issue 2, pp. 210–251). Emerald Publishing. <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2017-0028>
- Zulfahmi, I., & Subing, H. J. T. (2025). Fundamental Factors and Stock Returns: Market Capitalization's Role in Forming Investment Outcomes. *Research of Finance and Banking*, 3(1), 47–58. <https://doi.org/10.58777/rfb.v3i1.410>